

齐翔腾达(002408)

公司研究/动态报告

产品涨价季度环比持续大幅改善，受益汽柴油国四升国五

—齐翔腾达(002408)公司动态报告

动态报告/化工行业

2016年8月8日

一、事件概述

截止8月5日，甲乙酮华东市场均价报6125元/吨，月上涨1200元/吨，涨幅24.4%；齐翔腾达出厂价报6100元/吨，月上涨900元/吨，涨幅17.3%；丁二烯山东市场价报8700元/吨，较6月份低点已上涨1450元/吨，涨幅20%；顺丁橡胶山东市场价报10950元/吨，较6月份低点已上涨1300元/吨，涨幅13.5%。齐鲁石化液化气，月下跌610元/吨，跌幅17.4%。

二、分析与判断

国内碳四深加工龙头，全组分综合利用优势明显

公司烷烃脱氢及综合利用项目二期（35万吨/年高纯低硫MTBE、10万吨/年丙烯、5万吨/年叔丁醇）已投料试车，我们判断三季度有望投产。投产后公司将实现碳四原料全组分的转化利用，将原来超过45万吨的作为液化气出售的低碳烷烃“下脚料”转化为高纯低硫MTBE等高附加值产品，产业链协同效应增强，盈利能力将大幅提高。

主流厂家维稳+三季度集中检修，公司受益甲乙酮涨价

目前国内甲乙酮总产能69.7万吨，但长期停车、复产概率小或开车计划尚不明确的产能共24.7万吨，且公司以外装置受原料供应限制负荷不高。前期检修的兰州石化等重启推迟以及哈炼计划检修有望使三季度维持货源紧缺状态，再加上主流生产厂家维稳，我们判断三季度甲乙酮价格有望继续上涨或维持高位。公司甲乙酮产能18万吨/年，目前保持110%负荷生产，产量国内占比超50%；公司产品质量优异，历史来看价格高于市场价200元/吨，但目前上涨略滞后，仍有约200~300元/吨的价差修复空间。甲乙酮价格每上涨1000元，公司eps增厚0.08。

丁二烯/顺丁橡胶价格有望受天胶带动和集中检修上涨

丁二烯供给方面，国内三季度合计36.5万吨/年（占国内10%）产能有检修计划，亚洲其他地区合计54.4万吨装置有检修计划。无论是国内还是整体亚洲市场，三季度集中检修有望推动丁二烯价格高位并支撑顺丁橡胶价格。根据我们近期西双版纳橡胶种植加工的草根调研结果，西双版纳地区砍树较多，预计今年天胶减产25%，叠加东南亚开始砍树、青岛保税区库存下降以及极端天气易导致减产等因素，看好天胶后续反弹并带动顺丁橡胶/丁二烯。顺丁橡胶价格每上涨1000元，eps增厚0.02；丁二烯价格每上涨1000元，eps增厚0.06。

国V标准刺激高纯低硫MTBE需求，关注年底新闻政策密集催化期

自2017年1月1日起，全国机动车将全面实施国V排放标准，执行更加严格的硫排放标准（10ppm）将刺激高纯低硫汽油添加剂的需求。按照2015年国内汽油产量为1.2亿吨计算，MTBE的添加比例每提高1个百分点，将带动MTBE的需求增加近120万吨。公司的高纯低硫MTBE及异辛烷产品硫含量低于5ppm，完全满足国V汽油标准对硫含量的要求；同时我们能判断下半年大概率会出现持续和密集的新闻报道，建议关注国V政策催化的时间窗口。

三、盈利预测与投资建议

我们判断二季度、三季度、四季度业绩将持续环比改善，而当前股价未对业绩环比改善的预期作出反应。预计16-18年公司EPS为0.24、0.36和0.40元，对应PE23、15和14倍，维持公司“强烈推荐”评级。

四、风险提示：产品价格波动的风险；项目投产和产能释放进度不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	4278.5	5027.7	6373.0	6723.0
增长率（%）	-17.73%	17.51%	26.76%	5.49%
归属母公司股东净利润（百万元）	184.2	430.4	644.7	704.3
增长率（%）	-38.5%	133.7%	49.8%	9.2%
每股收益（元）	0.10	0.24	0.36	0.40
PE	54	23	15	14
PB	1.8	1.7	1.5	1.4

资料来源：公司公告，民生证券研究院

强烈推荐

维持

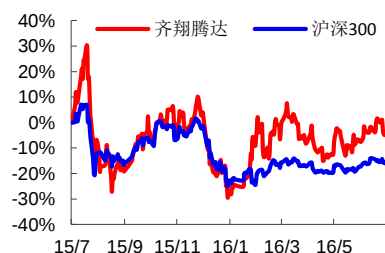
合理估值：7.4-8.5元

交易数据

2016-8-5

收盘价（元）	5.62
近12个月最高/最低	7.68/4.16
总股本（百万股）	1775.21
流通股本（百万股）	1639.30
流通股比例（%）	92.34
总市值（亿元）	99.77
流通市值（亿元）	92.13

该股与沪深300走势比较



分析师

分析师：	范劲松
执业证号：	S0100513080006
电话：	(86755)22662087
邮箱：	fanjinsong@mszq.com
研究助理：	沈晓源
执业证号：	S0100115030007
电话：	(8621)60876715
邮箱：	shenxiaoyuan@mszq.com

相关研究

《齐翔腾达深度报告：引领碳四深加工产业，坐享油品升级盛宴》

《齐翔腾达（002408）年报点评：传统业务触底，未来多元化发展》

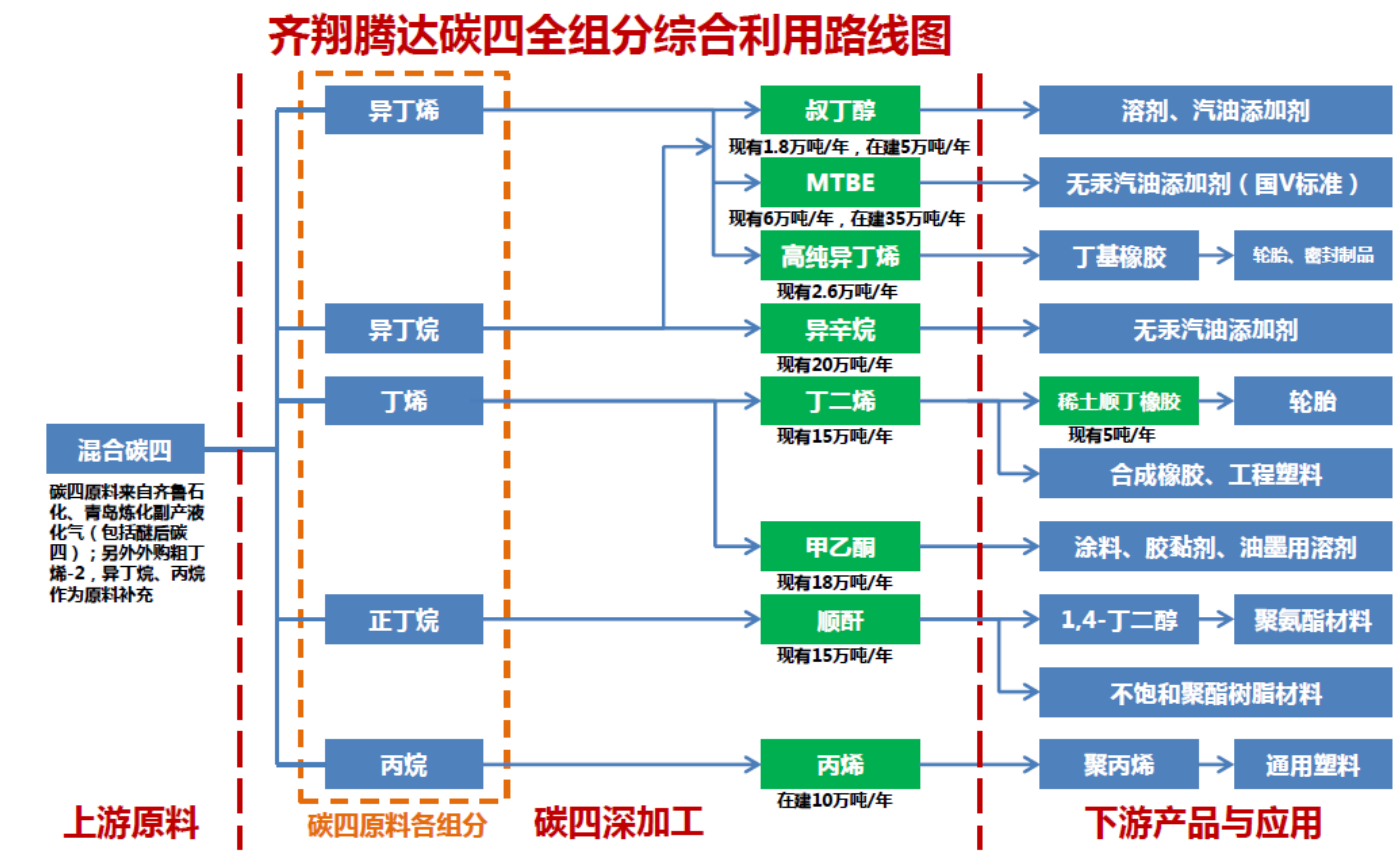
《齐翔腾达（002408）：并购过会外延发力，丁二烯涨价增厚业绩》

目录

1. 公司为国内碳四深加工龙头，全组分综合利用优势明显	3
2. 甲乙酮大幅反弹，公司显著受益价格上涨或延续高位	4
2.1 甲乙酮长期停工产能较多,集中检修催化近期价格大涨	4
2.2 多数产能受碳四原料供应限制负荷，公司原料优势大、装置负荷高	5
2.3 公司产品质量优于市场平均水平，价格上涨略滞后	7
2.4 三季度持续检修+主流厂家维稳，公司受益价格高位	7
3. 丁二烯/顺丁橡胶价格有望受供给收缩和天胶带动上涨	8
3.1 丁二烯近期价格大幅上涨，顺丁橡胶成本受支撑价格跟涨	8
3.2 合成橡胶价格与天胶强相关，顺丁橡胶/丁二烯价格有望持续受天胶带动回暖	8
3.3 三季度的集中检修有望推动价格继续上涨/维持高位，公司显著受益	10
4. 国 IV 升国 V 释放 MTBE 需求，关注年底新闻政策密集催化期	11
4.1 国 V 标准将提前一年、于 2017 年 1 月 1 日起全面实施	11
4.2 公司受益于国 V 标准带来的高纯低硫 MTBE 需求，年底进入新闻政策密集催化时间窗口	12
5. 盈利预测与投资建议	12
6. 风险提示	12
插图目录	14
表格目录	14

1. 公司为国内碳四深加工龙头，全组分综合利用优势明显

图 1：随着 45 万吨/年烷烃脱氢综合利用项目二期的投产，碳四组分将全部转化利用



资料来源：公司公告，民生证券研究院

上游原料方面，齐鲁石化、青岛炼化均有 1000 万吨/年的炼油装置，为国内同行业产量最大的装置之一，在炼油过程中副产大量的碳四。齐鲁石化每年可提供 20 万吨以上适合作为甲乙酮生产的原料，青岛炼化达产后每年可提供 60 万吨以上醚后碳四，公司及全资子公司青岛思远与齐鲁石化、青岛炼化建立了长期战略合作关系，公司可获得充足的、质量稳定的碳四原料。

公司目前拥有丁烯产品线（甲乙酮 18 万吨/年、丁二烯 15 万吨/年、顺丁橡胶 5 万吨/年）、异丁烯产品线（叔丁醇 1.8 万吨/年、MTBE 6 万吨/年、高纯异丁烯 2.6 万吨/年）、正丁烷产品线（顺酐 15 万吨/年）。除顺酐装置外，公司的生产装置均是以碳四烯烃为原料，仅占公司采购碳四原料总量的 40% 左右，而剩余的烷烃部分没有进行深加工，每年大约有超过 45 万吨的低碳烷烃“下脚料”（即混合丁烷，主要含正丁烷、异丁烷及部分丙烷）作为燃料气出售，但（1）作为民用液化气出售，产品价格受国家统一调控，产品附加值低，（2）绝大部分的碳四原料是原油二次加工的产物，加工过程能耗大，将未能转化的大量烷烃作为燃料气使用，能源利用效率较低。

公司为充分利用碳四原料，完善碳四深加工产业链，实现产品升级和结构优化，投资建设低碳烷烃脱氢制烯烃及综合利用项目，实现对混合丁烷中的异丁烷、丙烷组分的综合利用。

目前公司烷烃脱氢综合利用项目一期的 20 万吨/年异辛烷装置已于 2014 年 8 月建成投产，二期项目（35 万吨/年 MTBE、10 万吨/年丙烯、5 万吨/年叔丁醇）已投料试车，我们判断今年 3 季度有望投产，届时公司实现对原料全组分的转化利用，盈利能力将大幅提高。

2. 甲乙酮大幅反弹，公司显著受益价格上涨或延续高位

2.1 甲乙酮长期停工产能较多，集中检修催化近期价格大涨

目前国内甲乙酮总产能约 69.7 万吨/年。其中，

1. 长期停产、规模小、复产概率小的有：抚顺 2.5 万吨（停产 3 年 1 个月）、黑化 1.2 万吨（停产 3 年 4 个月）、泰州石化 3 万吨（2014 全年停车，短暂复产后停产 1 年 5 个月至今）；
2. 长期停产、重启不明确的有：泰州石化 8 万吨（2014 年建成、2015 年初试车后未正常生产出合格产品）、中创 10 万吨（2016 年 2 月试车后产品不合格，3 月技改以来未启动）
3. 短期检修重启推迟的有：兰州石化 3 万吨、独山子天利石化 4 万吨
4. 8-9 月有检修计划的有：哈炼 3 万吨

表 1：目前国内甲乙酮产能分布、开工和检修情况

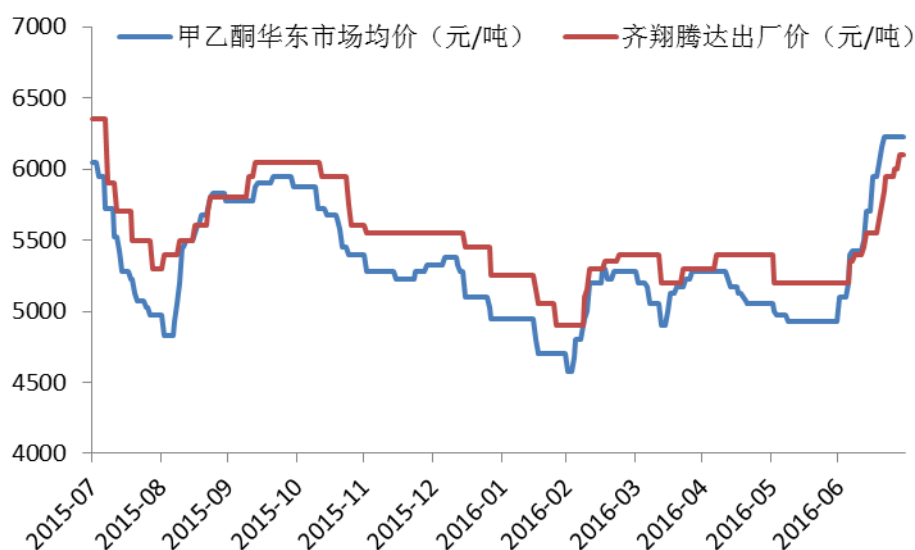
地区	生产厂家	产能（万吨/年）	备注
西北地区	兰州石化	6	一条线 3 万吨/年装置于 2016 年 7 月 18 日起停车检修，开车时间待定
	独山子天利石化	4	2016 年 7 月 1 日起停车检修，原预计 20 天，现恢复重启日期推迟
东北地区	抚顺石化	5.5	2.5 万吨/年装置自 2013 年 7 月持续处于停车状态
	哈尔滨炼化	3	计划于 2016 年 8 月 20 日起停车检修，为期一个月
	黑龙江石化	1.2	自 2013 年 4 月起持续处于停车状态
华东地区	泰州石化	11	3 万吨/年装置自 2015 年 3 月 11 日停车至今，再次试车不明确；新上 8 万吨/年自 2014 年建成至今一直处于停产状态
	宁波海越	4	2015 年 9 月 14 日停车，2016 年 8 月 1 日恢复重启，低负荷运行
山东地区	淄博齐翔	18	
	东明梨树化学	4	7 月 19 日起降负至 7 成
华北地区	河北中捷	3	2016 年 6 月 28 日停车，7 月 1 日重启
华中地区	湖南中创	10	新建 10 万吨/年甲乙酮装置于 2016 年 2 月下旬开启 5 万吨/年产能试车运行，由于原料及产品纯度问题，目前装置仍处于调整和技术改进阶段，再次试车不明确
总计		69.7	

资料来源：隆众石化，民生证券研究院

我们判断共计 6.7 万吨/年的小产能在 2014 年甲乙酮价差较高的阶段仍然停产至今，后续重启的概率非常小；而泰州石化和湖南中创合计 18 万吨/年的产能由于原料供应或产品质量问题在装置建成和试运行后一直未正式投产并向市场供应产品，后续是否重启、何时重启尚未有明确计划。因此目前正常生产能供应产品的产能约 45 万吨/年，其中公司产能 18 万吨/年，占比 40%。

当前停工产能较多，并在兰州石化 3 万吨/年、独山子天利石化 4 万吨/年、河北中捷 3 万吨/年以及东明梨树化学 4 万吨/年装置集中检修或降负导致货源紧缺情况下，甲乙酮价格自 6 月下旬开始大幅上涨。截止 8 月 3 日，甲乙酮华东市场均价报 6125 元/吨，近一个月累计上涨 1200 元/吨，涨幅达 24.4%；齐翔腾达出厂价报 6100 元/吨，近一个月累计上涨 900 元/吨，涨幅达 17.3%。公司显著受益于价格上涨，在当前现货供应紧缺的情况下，开工率达到 110%，预计 2016 年实际产量超过 20 万吨，超过国内实际总产量的 50%。

图 2：6 月下旬开始甲乙酮价格大幅上涨，公司出厂价上涨滞后

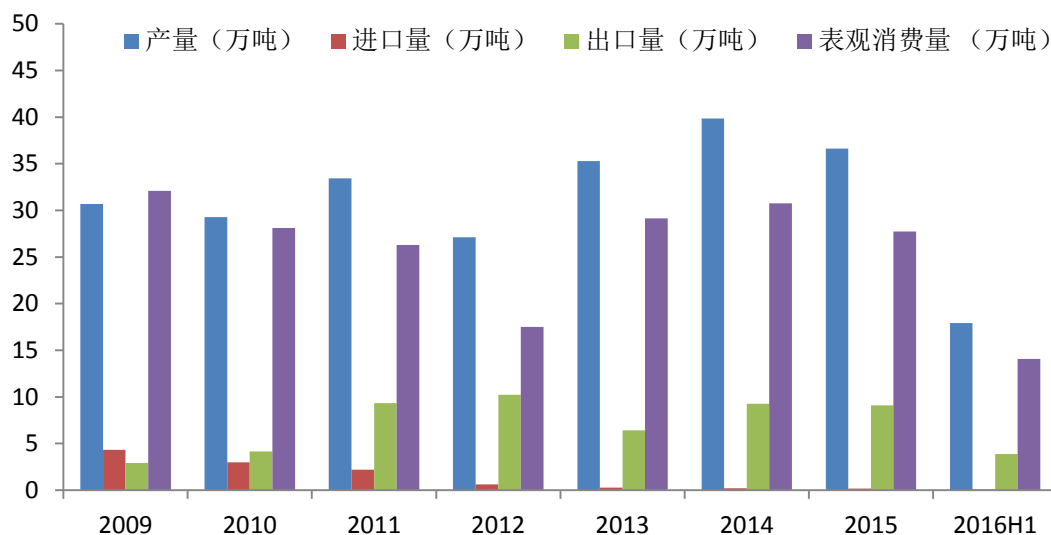


资料来源：百川资讯，民生证券研究院

2.2 多数产能受碳四原料供应限制负荷，公司原料优势大、装置负荷高

随着我国基础能源供应的紧缺，碳四原料供应短缺越来越明显，多数大型石化炼油企业在石油加工生产的装置中碳四分离数量有限，致使部分依托其供应原料的甲乙酮生产企业因为原料供应紧缺而不能满负荷生产，我们判断大部分产能平均负荷在 6 成左右，因此除齐翔腾达外的 27 万吨/年产能的实际年产量在 16 万吨左右。齐鲁石化、青岛炼化均有 1000 万吨/年的炼油装置，为国内同行业产量最大的装置之一，在炼油过程中副产大量的碳四。齐鲁石化每年可提供 20 万吨以上适合作为甲乙酮生产的原料，青岛炼化每年可提供 60 万吨以上醚后碳四适合作为甲乙酮生产的原料，公司及全资子公司青岛思远与齐鲁石化、青岛炼化建立了战略合作关系，具有充足的、质量稳定的碳四原料来源。因此公司不受原料供应限制，目前装置负荷在 110% 左右，实际产量超过 20 万吨/年。

根据上述分析，公司年供应量约 20 万吨，其他正常开工装置供应量 16 万吨左右，合计 36 万吨左右。2016 年上半年国内甲乙酮表观消费量 14 万吨，产量约 18 万吨，我们判断全年产量约 35-40 万吨。

图 3：2016 年上半年国内甲乙酮产量 17.9 万吨，表观消费量 14.1 万吨


资料来源：卓创资讯，民生证券研究院

近期碳四原料受原油拖累价格持续下跌，近一个月齐鲁石化液化气累计下跌 610 元/吨，降幅 17.4%，青岛炼化液化气累计下跌 330 元/吨，降幅 11.5%。液化气为炼油装置副产品，碳四深加工也只占液化气下游消费的一小部分，液化气下游产品价格对炼油装置的开工和液化气的供需面和定价不会产生明显影响，因此近期跌势主要为原油价格下跌导致、并未受下游甲乙酮价格上涨影响，公司甲乙酮成本面获得支撑。

图 4：公司甲乙酮上游碳四原料价格持续下跌（齐鲁石化为混合碳四、青岛炼化为醚后碳四）


资料来源：百川资讯，民生证券研究院

2.3 公司产品质量优于市场平均水平，价格上涨略滞后

通过对市场均价和齐翔腾达出厂价的价差比较来看，公司出厂价平均要高出华东市场价约 200 元/吨，主要由于公司产品质量优异、水含量和不挥发物含量低。目前公司甲乙酮出厂价上涨滞后，相对于华东市场价仍有约 200 元/吨的小幅价差修复空间。

表 2：公司产品质量优于 ASTM 质量标准，在国内同行业企业中处于领先水平

项目	ASTM 标准		行业标准		齐翔腾达企业标准	
	聚酯级	通用级	聚酯级	通用级	聚酯级	通用级
纯度 % (m/m) $\geq$	99.5	99.5	99.7	99.5	99.9	99.7
水含量 $\times 10^{-6}$ (m/m) $\leq$	500	2,000	500	1,000	300	800
不挥发物含量 mg/100ml $\leq$	5		5		2	

资料来源：公司公告，民生证券研究院

根据甲乙酮华东市场价以及加工成本 2300-2400 元/吨（含人工、运输等）计算，目前甲乙酮毛利提高至 900-1000 元/吨；我们认为公司由于原料供应和规模效应优势明显以及运输成本低等因素，产品毛利率要高于市场平均水平。

图 5：甲乙酮毛利润随着价格上涨和原料下跌迅速提高



资料来源：卓创资讯，民生证券研究院

2.4 三季度持续检修+主流厂家维稳，公司受益价格高位

后续来看，由于兰州石化 3 万吨/年、独山子天利石化 4 万吨/年装置推迟重启以及哈炼 3 万吨/年 8 月份计划检修，第三季度的甲乙酮市场货源大概率呈持续紧缺态势，并且 2018 年之前暂无在建或规划的新增产能，主流生产厂家有联合保价意愿，我们判断三季度甲乙酮价格有望继续上涨或维持高位。

目前公司拥有甲乙酮产能 18 万吨/年，由于近期现货紧缺态势，开工率达 110%且满产满销，预计 2016 年产量超 20 万吨，甲乙酮价差每上涨 1000 元/吨，公司新增净利润 1.47 亿元，eps 增厚 0.08，价格弹性较大。2016 年上半年公司甲乙酮出厂均价约 5250 元/吨，齐鲁石化液化气均价 3580 元/吨，而目前甲乙酮出厂价 6100 元/吨（仍有相对于市场价的 200 元价差

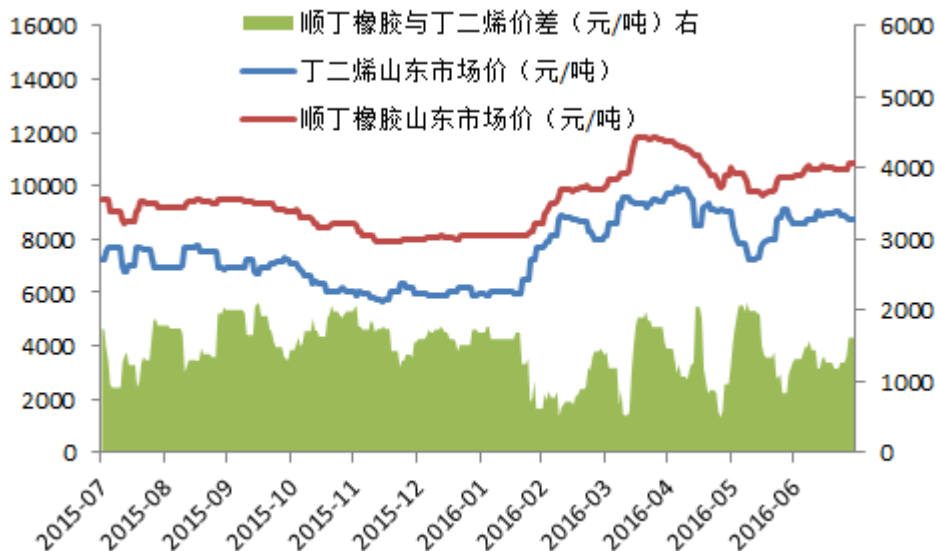
修复空间), 齐鲁石化液化气 2890 元/吨, 即使保守估计下半年三四季度价格维持现位, 公司新增盈利依然显著。

3. 丁二烯/顺丁橡胶价格有望受供给收缩和天胶带动上涨

3.1 丁二烯近期价格大幅上涨, 顺丁橡胶成本受支撑价格跟涨

丁二烯价格在 2016 年 1 月份触及低点之后, 上半年国内厂家茂名石化、武汉石化, 以及国外厂家新加坡石化、泰国 PTT、韩国乐天等集中检修导致亚洲市场供应偏紧, 丁二烯价格在供应面利好支撑下大幅上涨。而后山东两大民营丁二烯厂家山东华宇和威特化工抽提装置改装成功投入生产, 在供应面转松预期下丁二烯价格回调。从 5 月中下旬至今, 由于部分国外装置检修, 现货供应偏紧, 且由于 G20 峰会影响, 部分下游工厂提高排产备库存, 订单提前释放, 价格再次反弹。由于丁二烯价格上涨带来成本面的支撑, 顺丁橡胶价格亦跟涨。

图 6: 近期丁二烯/顺丁橡胶价格上涨



资料来源: 百川资讯, 民生证券研究院

根据百川资讯数据, 截止目前, 丁二烯山东市场价报 8700 元/吨, 较 6 月份低点已上涨 1450 元/吨, 涨幅达 20%; 顺丁橡胶山东市场价报 10950 元/吨, 较 6 月份低点已上涨 1300 元/吨, 涨幅达 13.5%。顺丁橡胶价格由于近期丁二烯价格的上涨成本面获得支撑, 价格亦呈上涨趋势, 但由于终端下游需求轮胎的景气度较低, 价格上涨幅度未能突破原料丁二烯的上涨幅度, 顺丁橡胶-丁二烯的价差依然在 1400 元/吨上下波动, 按 2000 元/吨的加工费计算, 目前单吨仍然亏损约 500 元。但齐翔腾达 5 万吨/年的顺丁橡胶装置原料主要是自产丁二烯, 具有上下游一体化的成本优势。

3.2 合成橡胶价格与天胶强相关, 顺丁橡胶/丁二烯价格有望持续受天胶带动回暖

从天然橡胶对合成橡胶价格的影响角度分析, 我们依然看好合成橡胶及上游原料的价格,

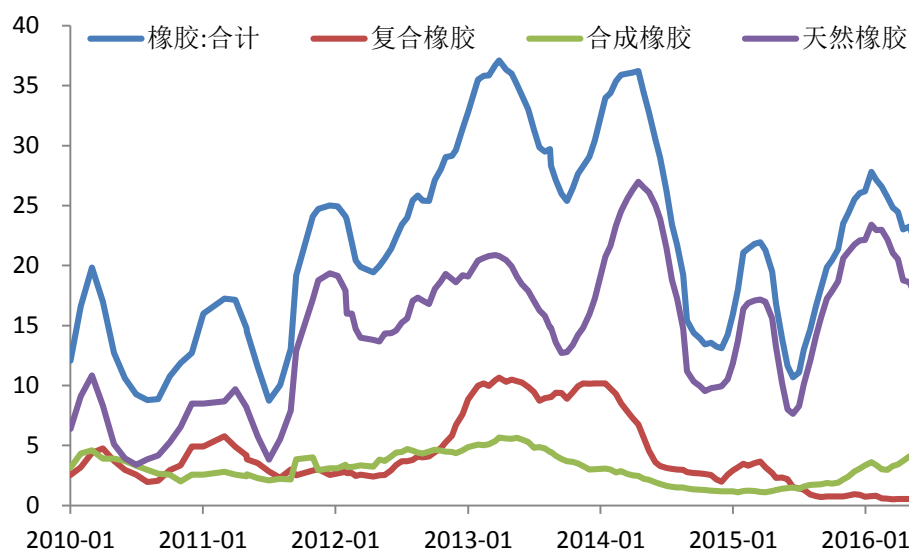
包括公司主营的顺丁橡胶和丁二烯。目前天然橡胶的价格已跌至 2011 年 40000 元/吨高点的 1/4。根据我们近期西双版纳橡胶种植和加工的草根调研结果，西双版纳地区砍树较多，今年天胶有望减产超过 25%；据了解东南亚地区也开始将橡胶林砍掉换种水果或棕榈，叠加青岛保税区库存处于下降通道以及近期极端天气较多、台风雨季极有可能导致减产等因素，我们认为天然橡胶供给开始收缩，而由于合成橡胶与天然橡胶功能上的替代性导致价格上强相关，我们看好顺丁橡胶/丁二烯价格后续随天胶继续上涨。

图 7：合成橡胶价格与天然橡胶强相关



资料来源：化工在线，民生证券研究院

图 8：青岛保税区橡胶库存处于年内的下降通道（万吨）

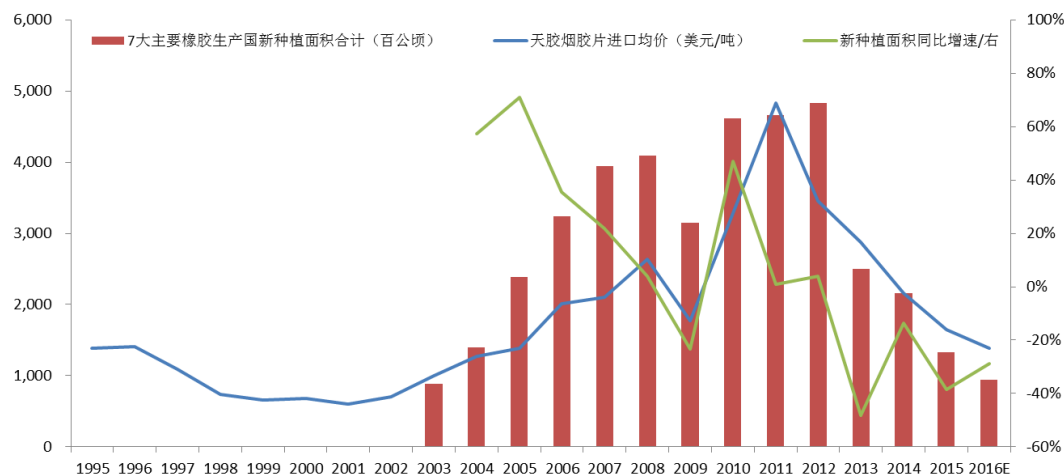


资料来源：Wind，民生证券研究院

从更长的时间序列来看，橡胶树通常种植 6 年后开割、8 年后加入旺产期，橡胶的大周期通常在 14-16 年左右，新增种植面积在 2011-2012 年达到高峰后回落，在此条件下结合我

国云南和东南亚地区已出现砍树迹象的因素,推算 2017~2018 年新增开割面积有望开始下降,天然橡胶价格有望在大周期底部企稳回升。

图 9: 天然橡胶价格波动具有明显的 6~8 年一轮涨跌的周期性规律,与天然橡胶的产能周期大致相当



资料来源: Wind, 民生证券研究院

3.3 第三季度的集中检修有望推动价格继续上涨/维持高位, 公司显著受益

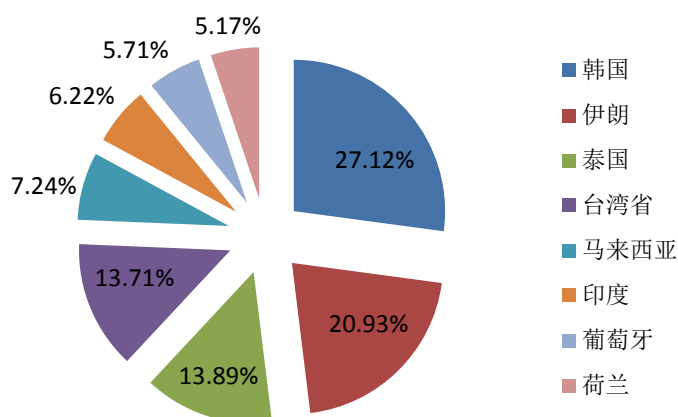
我们判断三四季度丁二烯价格仍有支撑,有望继续上涨或延续高位。从国内装置来看,8~9 月份辽阳石化 3 万吨/年、兰州石化 13.5 万吨/年及中沙石化 20 万吨/年丁二烯装置检修,合计 36.5 万吨/年(占国内产能的 10%)且持续时间较长。从亚洲市场来看,三季度新加坡石化 10 万吨/年、台湾台塑 16.2 万吨/年、韩国 SK 13 万吨/年和日本 nippon zeon 15 万吨/年装置亦有检修计划,四季度马来西亚乐天石化 10 万吨/年在 12 月下半月有为期 40 天左右装置检修计划,而目前我国进口丁二烯主要来自韩国、马来西亚等亚洲国家。因此无论是国内还是亚洲市场,我们看好集中检修预期推动下的丁二烯价格高位并带动顺丁橡胶价格。

表 3: 2016 年下半年国内及亚洲其他地区丁二烯装置检修计划

地区	厂家	产能(万吨)	2016 年检修时间
国内	辽阳石化	3	2016 年 7 月中到 8 月底检修 45 天左右
	中沙石化	20	2016 年 8 月份检修 40 天左右
	兰州石化	13.5	2016 年 8 月中旬开始检修至 9 月底
亚洲其他地区	新加坡石化	10	2016 年 7 月底到 8 月底
	台塑石化	16.2	2016 年 8 月初到 9 月下检修 50 天左右
	韩国 SK 能源	13	2016 年 9 月 17 日至 10 月底检修
	日本 nippon zeon	15	2016 年 9-10 月检修
	Titan 化学	10	2016 年 12 月中旬开始检修 40 余天

资料来源: 卓创资讯, 民生证券研究院

图 10：2016 年上半年我国丁二烯进口来源国占比



资料来源：隆众石化，民生证券研究院

公司顺丁橡胶产能 5 万吨/年，价格每上涨 1000 元，新增净利润 0.37 亿元，eps 增厚 0.02；
 丁二烯产能 15 万吨/年，价格每上涨 1000 元，新增净利润 1.10 亿元，eps 增厚 0.06。

4. 国 IV 升国 V 释放 MTBE 需求，关注年底新闻政策密集催化期

4.1 国 V 标准将提前一年、于 2017 年 1 月 1 日起全面实施

随着最近几年我国环境保护呼声的日益高涨，国家不断提高汽车尾气排放标准，高纯低硫 MTBE 已成为我国首选的改善汽油抗爆性能和燃烧性能的添加剂。为了加快国内油品质量升级，2014 年 1 月 1 日起国内全面执行国 IV 汽油标准，油品硫含量从国三标准的小于 150ppm 降低至小于 50ppm。国家质量监督检验检疫总局、国家标准化管理委员会于 2013 年 12 月 18 日发布了国 V 汽油标准，硫含量从不大于 50ppm 大幅降低为不大于 10ppm。2017 年 1 月 1 日起，全国机动车将提前（原定于 2018 年 1 月 1 日）全面实施国 V 排放标准，而汽油脱硫对辛烷值损失较大，必然要添加高辛烷值的化工产品，对高纯低硫 MTBE 和异辛烷等汽油添加剂的需求有望迎来爆发式增长。

图 11：2017 年 1 月 1 日，我国机动车全面实施国 V 标准



资料来源：太平洋汽车网，民生证券研究院

4.2 公司受益于国 V 标准带来的高纯低硫 MTBE 需求，年底进入新闻政策密集催化时间窗口

国 V 汽油标准氧含量限制在 2.7% 以下，MTBE 的添加量通常在 8~15% 左右（MTBE 的氧含量为 18.2%，对应于油品的 MTBE 最大添加量为 14.8%），通过添加 MTBE 提高辛烷值已成为提高我国汽油标准最经济的手段。随着油品质量升级和排放要求的提高，以及进口高硫原油加工量的增加，MTBE 的添加比例及其消费量将逐步提高，MTBE 的需求将稳步增长。按照 2015 年国内汽油产量为 1.2 亿吨计算，MTBE 的添加比例每提高 1 个百分点，将带动 MTBE 的需求增加近 120 万吨。

公司 35 万吨高纯低硫 MTBE 及 20 万吨异辛烷硫含量低于 5ppm，远远优于目前国 IV 乃至国 V 汽油标准对硫含量的要求，具有广阔的市场前景，我们预计 35 万吨高纯低硫 MTBE 完全投产后盈利能力与 20 万吨异辛烷相当，看好二期项目投产后 MTBE 对公司业绩的提升。

2016 年底将是汽柴油国 IV 升国 V 的时间窗口，我们判断下半年大概率会出现持续和密集的新闻政策，建议关注国 V 政策催化的时间窗口。

5. 盈利预测与投资建议

公司为国内 C4 深加工龙头，主营产品由于近期供需格局的改善有望在 3 季度继续上涨或维持高位，且二期项目即将投产有望打开盈利空间，我们强烈看好公司今年的业绩释放，判断二季度、三季度、四季度将持续环比改善。预计 16-18 年公司 EPS 分别为 0.24、0.36 和 0.40 元，当前股价对应 PE 为 23、16 和 14 倍，维持公司“**强烈推荐**”评级。

6. 风险提示

- (1) 产品价格波动的风险；
- (2) 项目投产和产能释放进度不及预期；

公司财务报表数据预测汇总

利润表

项目 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
一、营业总收入	4278.5	5027.7	6373.0	6723.0
减：营业成本	3676.8	4127.8	5131.3	5407.8
营业税金及附加	15.42	16.32	21.24	22.82
销售费用	85.89	83.45	109.49	117.44
管理费用	292.81	300.62	394.15	418.58
财务费用	21.04	37.73	9.11	-16.08
资产减值损失	1.13	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	14.94	14.94	14.94	14.94
二、营业利润	200.29	476.68	722.73	787.46
加：营业外收支净额	18.16	33.84	41.96	47.83
三、利润总额	218.45	510.52	764.68	835.29
减：所得税费用	31.17	72.85	109.12	119.20
四、净利润	187.28	437.67	655.56	716.10
归属于母公司的利润	184.19	430.45	644.75	704.28
五、基本每股收益 (元)	0.10	0.24	0.36	0.40

主要财务指标

项目	2015A	2016E	2017E	2018E
EV/EBITDA	21.31	12.11	8.76	7.50
成长能力：				
营业收入同比	-17.7%	17.5%	26.8%	5.5%
营业利润同比	-42.5%	138.0%	51.6%	9.0%
净利润同比	-38.5%	133.7%	49.8%	9.2%
营运能力：				
应收账款周转率	20.39	20.39	20.39	20.39
存货周转率	58.73	58.73	58.73	58.73
总资产周转率	58.7%	63.6%	79.7%	79.1%
盈利能力与收益质量：				
毛利率	14.1%	17.9%	19.5%	19.6%
净利率	4.4%	8.7%	10.3%	10.7%
总资产净利率 ROA	2.3%	5.5%	7.8%	8.0%
净资产收益率 ROE	3.3%	7.2%	9.7%	9.6%
资本结构与偿债能力：				
流动比率	1.12	1.44	2.06	2.94
资产负债率	30.4%	22.3%	18.5%	15.7%
长期借款/总负债	-	-	-	-
每股指标 (元)				
每股收益	0.10	0.24	0.36	0.40
每股经营现金流量	0.00	0.45	0.46	0.57
每股净资产	3.12	3.37	3.73	4.13

资产负债表

项目 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	837.64	502.77	637.30	1267.89
应收票据	332.62	390.86	495.45	522.66
应收账款	281.31	280.81	355.95	375.50
预付账款	140.86	158.14	196.58	207.17
其他应收款	58.36	50.96	64.60	68.15
存货	700.51	664.23	825.70	870.19
其他流动资产	158.62	147.88	147.88	147.88
流动资产合计	2509.9	2195.7	2723.5	3459.4
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2558.36	2558.16	2489.14	2334.42
在建工程	1449.93	1451.97	1451.97	1451.97
无形资产	328.95	320.01	311.32	302.86
其他非流动资产	1132.98	1173.39	1173.39	1173.39
非流动资产合计	5538.6	5571.9	5494.2	5331.0
资产总计	8048.5	7767.5	8217.6	8790.4
短期借款	1380.00	631.75	203.95	0.00
应付票据	113.00	126.86	157.70	166.20
应付账款	336.72	311.81	387.61	408.50
预收账款	87.04	102.28	129.65	136.77
其他应付款	253.38	281.89	352.06	371.36
应交税费	32.00	37.60	47.67	50.28
其他流动负债	29.71	33.36	41.46	43.70
流动负债合计	2231.9	1525.6	1320.1	1176.8
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	215.42	203.09	203.09	203.09
非流动负债合计	215.4	203.1	203.1	203.1
负债合计	2447.3	1728.6	1523.2	1379.9
股本	806.91	1775.21	1775.21	1775.21
资本公积	3142.55	2174.26	2174.26	2174.26
留存收益	1595.21	2025.66	2670.40	3374.69
少数股东权益	56.54	63.76	74.57	86.39
所有者权益合计	5601.2	6038.9	6694.4	7410.5
负债和股东权益合计	8048.5	7767.5	8217.6	8790.4

现金流量表

项目 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流量	1.78	791.33	821.97	1018.13
投资活动现金流量	(481.50)	(320.67)	(237.70)	(178.24)
筹资活动现金流量	542.87	(805.53)	(449.74)	(209.31)
现金及等价物净增加	63.15	(334.87)	134.54	630.58

资料来源：公司公告，民生证券研究院

插图目录

图 1: 随着 45 万吨/年烷烃脱氢综合利用项目二期的投产, 碳四组分将全部转化利用	3
图 2: 6 月下旬开始甲乙酮价格大幅上涨, 公司出厂价上涨滞后	5
图 3: 2016 年上半年国内甲乙酮产量 17.9 万吨, 表观消费量 14.1 万吨	6
图 4: 公司甲乙酮上游碳四原料价格持续下跌 (齐鲁石化为混合碳四、青岛炼化为醚后碳四)	6
图 5: 甲乙酮毛利润随着价格上涨和原料下跌迅速提高	7
图 6: 近期丁二烯/顺丁橡胶价格上涨	8
图 7: 合成橡胶价格与天然橡胶强相关	9
图 8: 青岛保税区橡胶库存处于年内的下降通道 (万吨)	9
图 9: 天然橡胶价格波动具有明显的 6~8 年一轮涨跌的周期性规律, 与天然橡胶的产能周期大致相当	10
图 10: 2016 年上半年我国丁二烯进口来源国占比	11
图 11: 2017 年 1 月 1 日, 我国机动车全面实施国 V 标准	11

表格目录

表 1: 目前国内甲乙酮产能分布、开工和检修情况	4
表 2: 公司产品质量优于 ASTM 质量标准, 在国内同行业企业中处于领先水平	7
表 3: 2016 年下半年国内及亚洲其他地区丁二烯装置检修计划	10

分析师与研究助理简介

分析师

范劲松，清华大学化工系高分子材料科学与工程学士，材料科学与工程硕士，法国里尔中央理工大学通用工程师（General Engineer/Ingenieur Generaliste）。2010年3月至今一直从事基础化工行业分析师工作，主要覆盖氯碱、纯碱、橡胶、钛白粉、新材料、复合肥、民爆等子行业。对PVC、橡胶等大宗品和生物降解塑料、碳四深加工、阻燃剂等细分行业研究深入细致。第十届“天眼”中国最佳证券分析师评选榜单“年度行业最佳选股分析师”化工行业第一名。2014东方财富中国最佳分析师化工行业第三名。

研究助理

沈晓源，浙江大学高分子材料博士、高分子材料与工程学士，5年有机光电领域研究经验，2013-2014年就职于中国电子科技集团公司第二十一研究所，从事胶粘剂和绝缘材料的研发工作，2015年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101；200122

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座28层；518040

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。